

袁孝锋
CFA
021-68407559
qiuxf@cmschina.com.cn

2009年7月12日

进一步坚定对成品油定价机制的信心！

发改委油气价格调整记者通气会点评

能源

石油石化

推荐（维持）

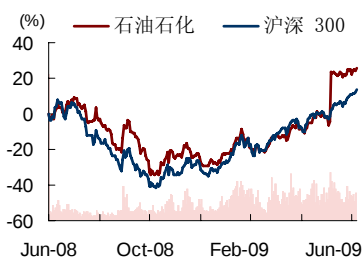
上证指数 3113

行业规模

		占比%
股票家数（只）	19	1.2
总市值（亿元）	32579	15.4
流通市值（亿元）	2749	3.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	31.6	77.8	24.4
相对表现	16.4	6.3	11.5



相关报告

《发改委上调成品油价格点评—经济复苏而通胀未起是新机制运行的蜜月》2009/06/29

事件：针对近期油价热点问题，7月10日上午，发改委价格司有关负责人在油气价格调整记者通气会上做出了回应。从通气会内容的分析来看，我们认为应该进一步坚定对成品油定价机制的信心，对石油石化，尤其是中国石化构成重大利好！

- **国内外成品油价格差异的解释** 与美国相比，我国汽油含税零售价格要高一些，但不含税价格基本相当。与欧洲大多数国家相比，我国汽油含税价格要低得多，不含税价格也要低不少。国内外价格水平出现差异是正常的：一是原油购进成本不同；二是税负不同。
- **正确对待石油石化行业盈利** 在通气会上，提出了正确对待石油石化行业的问题，对社会上认为国产原油成本低，却可卖国际水平的高油价进行了解释。同时指出保障石油供给，是我国经济发展和现代化进程中的一个长期而艰巨的挑战。中石油、中石化是国有控股企业，担负着保障国家石油供应的责任。这个对两个公司构成利好，在业绩的披露上面临的障碍大大减轻。
- **肯定了现行的定价机制，理顺成品油价格有利于促进经济持续健康发展** 新机制坚持市场化的取向，既反映国际市场石油价格变化和企业生产成本，又考虑国内市场供求关系；既反映石油资源稀缺程度，又兼顾社会各方面承受能力。符合国情。节能减排和环境保护是我国经济发展过程应长期坚持的基本国策。近期国家连续三次提高成品油价格，是按完善后的成品油价格形成机制正常运行的结果。虽然短时看会对下游用油行业有一定影响，但长远有利于促进资源节约和节能减排，有利于促进经济发展方式转变，以保持国民经济持续健康发展。
- **进一步诠释了成品油定价的细节，预计下调价格要到月底** 新机制参考的国际市场原油价格是连续22个工作日相关油种移动平均价格。也就是说，国际市场某种原油某一天或某几天价格变化较大时，国内成品油价格不会调整，只有当国际市场相关油种连续22个工作日移动平均价格变化超过4%时，国家才可能相应调整国内成品油价格。目前国内油价对应的原油价格为每桶60美元左右，这个跟我们此前的估计基本吻合，而当前三地22日均价还在67美元左右，预计国内下调成品油价格要到月底，且幅度会较为温和。
- **投资建议：继续推荐石油石化，首推石化** 目前国内经济快速复苏而通货膨胀没有起来的宏观形势，以及发改委在通气会上的通报内容，都让我们对下半年新机制能够得以顺利运行保持信心。虽然近期国际原油价格在调整，但我们对下半年的油价仍然保持较为乐观的态度。我们准备在两个公司中报出来之后把两个公司的业绩进一步上调到7毛多的水平。继续推荐石油石化，首推石化。请投资者不要过分在意某一个月的经营形势。

通气会全部内容

国内外成品油价格有多大差异，为什么会存在差异

据了解，与美国相比，我国汽油含税零售价格要高一些，但不含税价格基本相当。以北京市 93 号汽油为例，目前 93 号汽油含税零售价格为每升 6.37 元(其中含增值税 0.925 元/升、消费税 1 元/升、城建教育附加 0.193 元/升)，不含税价为每升 4.25 元；美国华盛顿、纽约和加利福尼亚州的汽油含税零售价格分别为每升 5.21 元、5.18 元和 5.41 元，不含税价格分别为 4.75 元、4.20 元和 4.41 元。与欧洲大多数国家相比，我国汽油含税价格要低得多。7 月初我国 93 号汽油全国平均最高零售价格为每升 5.91 元(其中含增值税 0.859 元/升、消费税 1 元/升、城建教育附加 0.186 元/升)，英国、法国、德国、意大利等欧洲主要国家普通汽油含税零售价格普遍在每升 9-14 元之间；不含税价格我国比这些国家略低，我国 93 号汽油不含税价格为每升 3.87 元，上述欧洲主要国家汽油不含税价格基本上在每升 4-4.9 元。

国内外价格水平出现差异是正常的。一是原油购进成本不同。美国是最早生产石油的国家，早年石油生产自给自足，后来又通过大型跨国石油公司在海外占有了大量的低价资源，原油购进价格相对较低，英国也是如此。而其他大部分欧洲和亚洲主要国家，石油资源匮乏，而且作为后来者，海外找油成本相对较高，原油购进价格要大大高于美英等国家。二是税负不同。各国加油站挂牌价或媒体报道的汽、柴油零售价格通常都是指含税价格，由不含税价格和税收两部分构成。其中不含税价格反映了成品油生产成本和区域性市场供求情况，而税收则体现了本国政府宏观调控意图和政策导向。在全球统一市场的情况下，尽管各国炼油加工水平和流通环节费用有所差异，但相同资源禀赋国家的油品不含税价格差别不大。因此，税负高低是造成不同国家或地区油品含税零售价格差距的主要因素。

从更深层次角度看，油价背后的因素其实难以量化比较。一方面，美国利用美元的特殊地位，对石油定价(以美元计价)拥有极大话语权。另一方面，为攫取海外石油利益，美国不惜使用武力，但同时代价也比较高昂，两次伊拉克战争军人阵亡几千人，实际上这也是一种石油成本。此外，美国这种低油价低税负政策，导致大排量汽车盛行，金融危机爆发后美国汽车工业由于缺乏竞争力而身陷困境，具有很强的警示作用。

我国石油资源缺乏，对外依存度逐年增加，客观上要求不能实行低税负或低价的政策，必须切实从节约资源角度入手，利用价格和税收杠杆，促进石油资源节约和节能减排。如果我国人均石油消费达到美国的水平，全世界的石油都不能满足我国石油需求。因此，我国必须尽早从政策导向上引导石油合理消费，促进资源节约。当前成品油价格和税收政策一定程度上体现了这一政策意图。

正确看待石油石化行业盈利

石油是高风险的行业。上世纪 80 年代，石油价格长期低迷，国际市场油价一度跌破每桶 10 美元，一些小的石油公司纷纷倒闭或被兼并，各国石油企业都面临极大的经营压力。近两年石油价格大幅度上涨，各国石油公司利润都有大幅度增加。由于我国对成品油价格进行了适当调控，同时对上游国产原油征收特别收益金，因此中石油(14.56,-0.10,-0.68%)、中石化的盈利水平相对国外石油公司并不高，去年因炼油业务整

体亏损,两大公司实现利润甚至出现负增长。2008 年中石油、中石化分别实现利润 1618 亿元和 242 亿元,比上年下降 16%和 71%。

需要特别指出的是,保障石油供给,是我国经济发展和现代化进程中的一个长期而艰巨的挑战。中石油、中石化是国有控股企业,担负着保障国家石油供应的责任。国家在两家企业中持有股权分得的利润,主要用于再投入,进行石油勘探开发和增强石油供给能力。近年来,中石油、中石化用于油气勘探开发、建设炼油化工能力的资金逐年增加。2008 年,中石油、中石化两公司用于这部分资金投入分别达 1845 亿元(其中勘探开发投入 1570 亿元,炼油建设投入 275 亿元)和 701 亿元(其中勘探开发投入 576 亿元,炼油建设投入 125 亿元)。

为了调节石油行业与非石油行业的利益关系,2006 年 3 月 15 日国务院决定对国产原油开征石油特别收益金,在原油价格上涨到每桶 40 美元以上时,将原油开采企业获得的一部分超额利润收缴中央财政,征收比率为 20-40%,主要用于对种粮农民、林业、渔业、城市公交和农村道路客运等困难群体和公益性行业进行补贴,以及扶持节油和石油替代行业发展等。据统计,2006-2008 年,中石油、中石化两公司分别累计上缴特别收益金 1600 亿元和 530 亿元左右。因此,社会上认为国产原油成本低,却可卖国际水平的高油价,是一种错误的理解。

国家按机制调整成品油价格与企业在权限范围内自主定价是市场化改革过程中出现的正常现象。

目前国内汽、柴油价格实行最高零售价和最高批发价管理,企业可以根据市场供求情况确定具体批发价格或零售价格。在市场供过于求时,企业实际销售价格可能低于国家的上限价格。在市场供不应求时,最高零售价格和最高批发价格将发挥作用,防止价格不合理上涨,保护消费者利益。

一段时间以来,国内有些地区市场汽、柴油价格低于国家规定上限价格,这也反映出国内成品油价格改革向着市场化方向迈出了可喜的一步。完善后的成品油价格形成机制,将汽、柴油零售基准价格允许上下浮动改为实行最高零售价格,不再设定价格下限,就是为了鼓励经营者之间开展价格竞争,更好地反映市场供求状况。

现行成品油价格机制综合考虑了各方面因素,符合国情

我国成品油价格改革是朝着市场化目标逐步推进的。长远看,成品油价格将由市场竞争形成。现阶段,由于市场竞争尚不充分,市场体系不完善,社会各方面承受能力相对较弱,成品油价格仍由政府进行必要的管理。

2008 年 12 月 19 日,国家出台并正式实施了新的成品油价格形成机制。新机制坚持市场化的取向,既反映国际市场石油价格变化和企业生产成本,又考虑国内市场供求关系;既反映石油资源稀缺程度,又兼顾社会各方面承受能力。根据新的价格机制规定,我国成品油价格实行与国际市场原油价格有控制地间接接轨,以一定时期内国际市场原油价格的平均水平为基础,加上国内平均加工成本、税金和适当利润确定。在加工成本和税金保持基本稳定的条件下,国内成品油价格随国际市场原油价格变化。当国际市场原油价格上涨超过 4%时,国内成品油价格相应提高;当国际市场原油价格下降超过 4%时,国内成品油价格相应降低。当国际市场原油价格过高、过低或剧烈波动时,国家将采取

相关措施对汽、柴油价格进行适当调控。这符合当前我国国情和石化产业发展实际。

需要特别强调的是，为了避免国际市场油价剧烈波动导致国内油价频繁调整，**机制参考的国际市场原油价格是连续 22 个工作日相关油种移动平均价格。也就是说，国际市场某种原油某一天或某几天价格变化较大时，国内成品油价格不会调整，只有当国际市场相关油种连续 22 个工作日移动平均价格变化超过 4% 时，国家才可能相应调整国内成品油价格。**因此，国际市场一地原油期货价格的变化不会同时、同幅直接地反映到国内，引起我国成品油价格每天变化。

以 6 月 30 日调价为例，当时，参考的基准原油时点价格为每桶 68 美元左右，比 6 月 1 日时点价格上涨了 3.7%；但参考的基准原油 22 个工作日移动平均价格在每桶 67 美元左右，较 6 月 1 日 22 个工作日移动平均价格上涨了 17.2%。因此，国家有控制的上调了国内成品油价格，上调幅度不到 10%。截至 7 月 7 日，参考的基准原油时点价格为每桶 62 美元左右，比 6 月 30 日时点价格下降了 10.6%，但 22 个工作日移动平均价格仍在每桶 67 美元以上，加之考虑到国家在上次价格上调时进行了适当调控，价格未调整到位，因此，目前国内成品油还不具备价格下调的条件。

理顺成品油价格有利于促进经济持续健康发展

节能减排和环境保护是我国经济发展过程应长期坚持的基本国策。当前国家采取一系列政策措施刺激消费、扩大内需都是为了保持国民经济持续健康发展，这些措施都是与促进节能减排、环境保护和加快调整经济结构、转变经济增长方式的政策取向是一致的，促进经济增长绝不能以牺牲资源环境为代价。近期国家连续三次提高成品油价格，是按完善后的成品油价格形成机制正常运行的结果。虽然短时看会对下游用油行业有一定影响，但长远有利于促进资源节约和节能减排，有利于促进经济发展方式转变，以保持国民经济持续健康发展。

国内成品油价格不存在“涨快跌慢”的问题

社会上流传的国内油价追涨快追跌慢的观点是一种误解，事实上国内油价在较长时期内一直低于国际市场。为了减轻国际市场油价大幅上涨，特别是非正常的炒作因素对国内市场的影响，2003 年开始国家对成品油价格进行了调控，成品油价格往往是一年只动一两次，国内油价涨幅远远小于国际市场涨幅。2008 年国际市场油价一度涨至每桶 147 美元的高点，但国内油价从来没有达到这个高度，去年 6 月 20 日国内成品油价格上调后，国内成品油价格实际上仅相当于国际市场原油价格每桶 83.5 美元。去年 12 月 19 日国家出台成品油价格和税费改革方案、下调国内成品油价格后，国内油价与当时的国际市场原油价格水平是基本一致的，均为每桶 45 美元左右。

根据完善后的成品油价格机制和国际市场油价变化，今年 1 月 15 日国家相应下调了国内成品油价格。之后国际市场油价持续攀升，国内成品油价格调整参考的国际市场原油价格由 1 月中旬的 40 美元左右一路攀升至 68 美元左右，累计涨幅高达 70%，而同期国内油价经过三次上调后累计涨幅不超过 25%。目前国内油价对应的原油价格为每桶 60 美元左右，考虑去年底成品油价格和税费改革提高汽、柴油消费税单位税额占用了 20 美元左右空间的因素，采用改革前相同口径比较，国内成品油价格实际对应的原油价格已经到了每桶 80 美元左右，与去年同期国内油价最高水平是基本相当的。

分析师简介

袁孝锋，复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2008、2007 年最佳分析师石油化工第二名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。